

# 国際金融アーキテクチャーにおける金融政策に対する国際規制の態様

——ソフトな合意による要請と市場規律による遵守圧力——

坂 卷 秀 二 朗

## 1 はじめに

## 2 国際金融アーキテクチャーの法的特徴

- (1) I F A の登場
- (2) I F A の定義と構造
- (3) 国際金融基準の法的性質と最適なルールの適用
- (4) 国際金融基準の遵守のあり方
- (5) 市場規律による遵守促進

## 3 金融の安定の価値と金融政策に対する国際基準

- (1) 金融政策に対する国際基準設定の経緯
- (2) 現代の通貨主権の性質とその行使のあり方
- (3) 通貨主権の現代的価値
- (4) コードの遵守促進の取組み

国際金融アーキテクチャーにおける金融政策に対する国際規制の態様（坂卷）

## 4 中央銀行によるコードの実行

- (1) 政治的透明性（独立性）と政策・データの透明性確保
  - (2) 国際フォーラムにおけるコミュニケーション
- 5 おわりに

## 1 はじめに

現在、市場統合や規制緩和などによって国際経済のグローバル化は深化し続けている。二〇〇七年に米国の住宅バブルが崩壊し住宅価格が下落し、それに伴いサブプライム層向けローンを証券化した住宅ローン担保債権（MBS）等が暴落した。MBSは、債務担保証券として金融商品化され、高利回り債として全世界に販売されていた。これらの証券を多く保有していたリーマン・ブラザーズは、多額の損失を抱え破綻し、また、メリルリンチ、シテイグループ、モルガンスタンレーといった投資銀行にも信用不安が波及し、同時に欧州の金融機関も同様の信用不安に陥った。米国を始め各国政府は、公的資金投入により債権買取などの措置に踏み出したが効果はなく、信用収縮を引き起こし金融市場も暴落した。これが二〇〇八年の世界金融危機である。その後、FRBが（危機を脱するために取った政策である）量的緩和政策を解除するのに九年の歳月を要した。

金融危機の拡大は、金融のグローバル化の進展が背景の一つにある。そのため国際社会はこれまで、このような金融危機に国境を越えて対応するよう様々な努力を重ねてきた。

一九九〇年代後半から、政府高官の発言やIMFファクトシート等で「国際金融アーキテクチャー（International Financial Architecture, IFA）」という言葉が使用され始める。これは、国際金融に関わる様々な国家・国際組織・専門家・民間団体、及びルール・ガイドラインなどを相互に関連させた国際金融安定のための協力の枠組みを指したものであり、そこには金融政策監視、銀行・保険監督、マネーロンダリング等の様々な分野を包含している。

中央銀行の金融政策は、金融システムの中核であり、金利や通貨の供給量を決め物価を調節し、国の経済活動と密接に関係している。金融政策は、その国の（場合によっては国を超えた）金融環境に大きな影響を与えうる極めて重要な分野である。しかし、世界金融危機以降、他の様々な金融分野での研究は積み重ねられてきているが、金融政策に焦点を当てた国際法・国際経済法の研究は多くない。

また金融政策は、国家機関である中央銀行が決定するものであり、それに対する国際法の規律を考える場合、国家主権の一部である *Ius cudenae monetae*<sup>2</sup> の問題を考えなければならない。

これらのことを前提にした上で、本稿の着目は、IFAにおいて、金融政策はどのように規律されているのか、そもそも国際的なルールは存在するのか。ルールが存在する場合、国家主権の問題をどのように考えるのか。そして金融政策に関するルールの遵守について、どのような仕組みがあり、それらが実施されているのか、以下検討する。

## 2 国際金融アーキテクチャーの法的特徴

### (1) IFAの登場

IFAという言葉が世に出たのは、一九九八年にルービン米財務長官が「新しい国際金融アーキテクチャーが必要だ」と発言したのが初めとされる。<sup>(1)</sup>二〇〇〇年七月八日の九州・沖縄サミット財務相・蔵相会合における報告や、二〇〇一年のIMFファクトシート<sup>(2)</sup>でも示されているように、一九九七年にアジアで端を発した金融危機以降、国際社会は、国際金融システムを安定させるための新たな仕組み作りに本格的に取り組み始めた。九〇年代は、一九九四年―一九九五年メキシコ通貨危機、一九九七年のアジア通貨危機、一九九七年―一九九八年ロシア金融危機と国際金融の混乱が続いた時期でもあった（以下、「九〇年代後半の金融危機」と総称）。IFAという言葉は、これら金融危機に対応するための国際協力の枠組みとして使われるようになっていった。

## (2) I F A の定義と構造

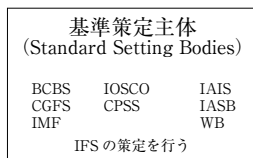
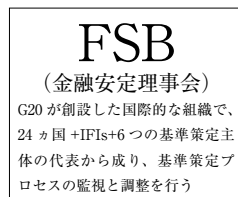
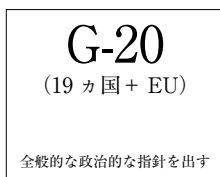
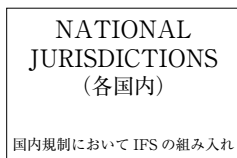
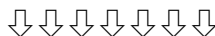
I F A とは、「国際金融に関する関係・制度、主体・機関を規律するルール、ガイドライン、その他の取極めを包含するものであり、これらのルール、ガイドライン、取極めは、国際金融に関する関係・制度・主体・機関を通して発展し、監視され、実施されるもの<sup>(3)</sup>」として定義されるが、さらに具体的なアプローチとして、I F A には以下の四つの要素が含まれる。

- 1) システム的な国際金融危機を予防・緩和させるための国際金融基準 (International Financial Standards, I F S s)
- 2) I F S s を発展させ、その実施を確保するための政府間、非政府間、中間的な国際金融組織
- 3) 国際金融危機を収束させる責任を負っているアクター及び手段
- 4) 金融市場の統合や透明性を確保するための手段と I F S s<sup>(4)</sup>

I F A における共通の目標は、「国際金融の安定」<sup>(5)</sup>であり、この目標に向かって各主体が行動している。意思決定主体は、二〇〇八年まで G 7 であった。G 7 は共通の価値と原則を持つ少数のグループであるため、密度の高い意思疎通を維持できた。そのため、機動的に協調行動を取ることでもでき、東日本大震災直後の円相場急騰に対し協調介入を迅速に決定し、ブレグジット問題では、英国 E U 離脱発表および国民投票の結果が判明した数時間後には、G 7 財務大臣・中央銀行総裁会議において、声明を発表し市場の動揺の鎮静化に対応した。

しかし、二〇〇八年九月に起きた世界金融危機に対応するために、新興国を含む G 7 の枠を超えた首脳レベル会合として、同年一月ワシントンにて G 20 サミットが開催された。リーマンショックは米国起源であるが、世界金融危機として全世界に影響が波及すると、金融市場・資本基盤が脆弱な新興国がその影響を大きく受けた。そのため、G 7 よりも幅広く金融を議論する場が必要となり、これ以降、G 20 が国際金融協力に関する「第一のフォーラム」となっていく<sup>(6)</sup>。

I F A の構造は、まず G 20 が国際金融の安定の目的に向けて、その方向性、作業計画、優先順位等を決定しその指示が、各基準設定主体に伝達される。次に、各基準設定主体の作業を調整し、金融安定に係る国際的な課題を議論するのが金融安定化フォー



【図1】<sup>(8)</sup>

ラム（FSF、二〇〇八年に金融安定理事会（FSB）と改組）で、各基準設定主体の工程を管理する。具体的な規制改革の検討やIFSsの策定の作業は、基準設定主体（さらにこれらの下には一四〇もの作業部会がある）によって行われる。そしてこれらの作業は、金融規制改革の実施と影響に関するG20への年次報告によって吸い上げられ、その後、各国内で実施が試みられる。各国内の実施について、IMFはサーベイランスやFSAPを通して基準の遵守の状況を監視する役割も担う。このように国際金融に関するルールは、複雑に各主体が関わりあつて累積的に形成される【図1】。

IFAの共通の目的は国際金融の安定であるが、では「金融の安定した状態」とは何か。それは金融機能（金融システム）が正常に機能している状態のことを指しており、逆に「金融の安定していない状態」とは、金融機能の不安定化であり、例えば、通貨暴騰暴落や金融機関のモラルハザードにより金融仲介機能が影響を受け、銀行の貸出が滞ったり、破綻したりすることで金融システムが「不安定」な状態となることである。このような「不安定」な状態を生み出さないよう予め対策を立てることがIFAの基本的な取組みである。従つて、その取組みは、いつ発生するかわからない危機に対する「予防」に中心が置かれており、危機が実際に発生した後に、それをどのように処理するかという点は、危

機発生後に対処する課題となる。

(3) 国際金融基準の法的性質と最適なルールの適用

まず、IFSs やその策定作業に共通に存在しているものは、国際金融の安定という価値を達成する目的である。<sup>(10)</sup> IFSs は、インフォーマルな手続でのソフトな合意である。これらのソフトな合意は、実施の法的拘束力がないために、実施するかしないかは各国しだいであり、自国にとって不利益であれば実施されないことになる。しかし現在、IFA の国際金融の安定の取組みが無秩序な状態であるかといえば、一定の秩序を保持し、多くの点で国際社会で支持されている。

これらのソフトな合意の形成の「源」となるものとして、第一にベストプラクティスがある。<sup>(11)</sup> これは各国の様々な慣行や私人の慣行等の最小共通部分であり、IFA の各主体によって「行動規範」として策定され、周知される。行動規範として示されること<sup>(12)</sup> によって規範的意義を持つようになる。この行動規範は、IFSs を支える一つであり本稿で検討する金融政策の透明性のための IMF 策定によるコードも同様である。

ここで規範とは、ルールに表現された、従うべきである義務を伴った行為の指示と定義する。<sup>(13)</sup> 条約はそれを批准した国家に対して法的拘束力のあるルールとなり、当事国を拘束し誠実に履行されなければならないという意味で、規範的といえる。しかし、法的拘束力を持つか持たないかの点だけで、規範的なのか否かを決定することはできない。そもそも規範の義務を遵守誘導させることが重要であり、法的拘束力を持たない合意でも、義務遵守を誘導させるという力が働いている状態がある場合は規範的であるといえる。本稿にいうソフトな合意においても、IFA における議論や適用の過程において、合意者に対してその義務に従わなければならない力が働きその状態となるにつれ、それは規範的となっているといえる。

第二に、規制当局の報告書・データの蓄積である。規制当局は、自国の金融状況等を分析し、データ収集を行い見直しなどを公表する。公表後に他国の当局が手段や内容を踏襲することで、その範囲で暗黙の合意をしたとみることができ、その報告書等を公表すること、そこに含まれる価値や手続・内容に反する行動を取ることが難しくなるという意味で規範的な意義がある。<sup>(14)</sup>

IFSsは、策定以前に慣行や当局間の行動から核となる部分が形成され、これらを「源」として、基準策定主体が基準策定の作業を進めていくことになる。IFAにおいて策定される基準は、条約などの形式によらないソフトな性質であり、様々なIFSsが金融各分野に設定されている。

ただし「ソフト」な合意について、法形式的側面だけを見てソフトというのであれば正しいが、規範に示された義務の内容がどれだけ具体的なものが示されているのかという点からみれば、明確に義務が指示されているものがソフト（ロー）なのかという点は疑問である。

例えば、本稿で扱う金融政策に対する国際基準を含めIFAで策定される国際基準の多くは、専門家等が策定したもので国家間で合意されたものではない。法形式的にはソフトローと呼ばれるものである。しかし、（以下で検討するが）その内容は詳細に示されて具体的であり、条約であるIMF協定四条よりも規範的であり、規範的效果は「ハード」であるといえる。

IFAを機能させるためには、法形式的側面だけに着目したハードローとソフトローの区分というものは効果的ではない。「ハードロー」と「ソフトロー」は、その二つが一つのスペクトラムの中で最適な効果を發揮できるように機能させるべきである。<sup>(15)</sup> 経済的利益に関わっている当該分野においては、最適の効果をもたらすものが何かという点から規範を捉える必要がある。

「ハードロー」と「ソフトロー」を一つのスペクトラムとして捉える意義は、この二つのローが別個に区分されるのではなく、IFAという同じ枠組みの中で並列に連続して（スペクトルして）目的に向かって作用することである。ここで重視されることは、二つのローが法形式性や法的拘束力があるのかといった点ではなく、ルールの義務遵守がどれくらい促進されているのか、促進される力が働いているのかという点であり、この点で二つのローを一つのスペクトラムと見ることである。

#### （４）国際金融基準の遵守のあり方

IFAにおける遵守促進は、基準自体がソフトな性質であるために、基本的に各国相互間のピアプレッシャーによる。司法的解決手段がないというデメリットはあるが、金融分野においては、変化に対応できる柔軟な遵守促進の形態は重要である。

確かに、条約によって規律する場合、法形式性は高くなり司法的解決にも資するし、それ以外にも遵守促進のメリットがある。例えば条約を締結した後、義務に違反した国があれば、その国は将来の合意の際に、同じ条件で条約を締結することは難しくなるという「評判（レピュテーション）の喪失」効果<sup>(16)</sup>が望めるかもしれない。また、合意した内容を遵守しなければ相手の遵守も期待できないという相互主義の点からお互いに義務を遵守しようとする方向に働く点や、さらにWTO等にもみられる法的義務に基づく報復措置（リタリエーション）を取るなどが可能であるなどが挙げられる<sup>(17)</sup>。

しかし、これらの遵守を引き出すための手段は、必ずしも実効的に機能しているとはいえない。レピュテーションや相互主義は、評判を喪失した国や義務違反した国が、大国であれば影響力が大きすぎて、次の条約締結に無視するわけにはいかない（“too big to ignore”）という問題がある<sup>(18)</sup>。大国にとっては、違反の選択肢も取引の対象となってしまうだろう。またリタリエーションは、当該措置が取られたからといって、必ずしも義務違反が是正されるわけではない。

一方、ソフトな合意によると、代表や手続の形式性はなく、迅速に効率的に合意でき修正も容易である。合意の一部だけを当局が実施することもでき、合意がなされたあとに退出することも可能である点でも柔軟に機能する<sup>(19)</sup>。金融分野は合意当初の環境から目まぐるしく環境が変わりうる。新しい問題が生じた場合、各国はそれぞれの判断で新しい規制を行うことができ、特定の規制につき規制当局間での調整を行って新たな基準の核となる部分を形成していくといった柔軟性が必要である。

#### (5) 市場規律による遵守促進

これらのソフトな合意には、国家からではなく市場参加者からのレピュテーション効果を望むことができる<sup>(20)</sup>。金融に関わるアクターは、国家、国際組織、非政府組織、会社や投資家等の市場参加者と様々であるが、一般に市場参加者の支持を受けなければ、その国での金融市場や金融取引は後退する。市場参加者にとっては、ある国が金融安定の価値やコーポレートガバナンスをどの程度実現させようとしているのが重要であり、恣意的な合意からの離脱は、市場参加者からのレピュテーションの毀損を免れない。このレピュテーションが毀損している国は、市場参加者を自国市場へ呼び込むことが難しくなる<sup>(21)</sup>。



そしてレピュテーションの毀損を恐れる国家は、市場規律として、市場参加者が要望する国際基準を遵守するように誘導されていく。<sup>(22)</sup> 例えば、ある国内で情報公開に関する法律が定められた場合、市場参加者は取得する情報がクリーンになったと考えその国への信用を上げ、その国への投資を増やし、その国は経済的利益を得ることができる。また規制や緩和が（投資家が考える）国際標準でない場合、投資家は他の国と状況を比較し投資対象を決める。したがって、ある国が国際基準を充たしていなかったとしても、その国内の会社は自身への投資を呼び込むため投資家が要望している国際基準に合わせるようと努力していく。一九九七—二〇〇一年の間に、バーゼル規制に合意していないG10メンバー国の銀行の資本水準を調査した研究があるが、それらの国の銀行資本水準は、バーゼル規制で要求された水準を充たしていたという結果がある。<sup>(23)</sup> この事実も市場規律が働いた結果とみることができ<sup>(24)</sup>る。

市場参加者によって、国際基準が市場参加者の富を最大化させるものであると見なされると、各国にはそれらを遵守するよう市場からの誘導圧力がかかる。国際基準から逸脱していると見なされた場合、市場参加者はその国の市場から離れ当該国の経済的利益は減少する。このような市場規律は、規制当局が特定の規制基準に合意しているか否かに関係なく作用している。<sup>(25)</sup> 国家は自国の経済的利益を得るために、国際基準に合わせようと努力することになる。

I F Aにおいて、I M Fのようにハードローで支えられているレジームもあるが、上述したように策定される多くの基準・ガイドライン・取極めがソフトな合意である。条約であれば、必ずしも義務の遵守が期待できるわけではない。国連憲章も独裁国家においては遵守されないし、京都議定書の制裁が奏功しない中、F A T Fのブラックリスト入りによるレピュテーション効果は、実効性を持つている。レピュテーションの毀損は、最大限の経済的利益を得られなくなることにつながる。このように経済的利益が遵守促進と関わっていることから、変化に柔軟に対応できるソフトな合意がより重要となる。

### 3 金融の安定の価値と金融政策に対する国際基準

#### (1) 金融政策に対する国際基準設定の経緯

次に、中央銀行の金融政策に対する具体的な国際基準について検討する。一九九九年にIMFと世界銀行は、「基準と規則イニシアチブ（SC I）」を立ち上げ、金融諸分野を一二の分野に分けて国際基準を確認した。同年FSFは、上記一二の分野について、「金融システムの健全性のために不可欠の一二の基準」（一二の国際基準）を設定した。<sup>(26)</sup>一二の分野の一つである通貨・金融政策の透明性の分野は、「金融政策の透明性についての良い慣行に関するコード（以下コード）」<sup>(27)</sup>が設定された。二〇〇八年には、IMF・FSFからのG20財務省・中央銀行総裁会議宛の共同書簡で、IMFとFSFの役割分担が明らかにされ、<sup>(28)</sup>「国内当局が実施する金融政策をFSAP、ROSC、四条協議を通して評価する」責務を負うのはIMFとされた。

コードは、一九九九年九月にIMFC（国際通貨基金委員会）の前身である暫定委員会により採択された。IMFCは、各IMF理事選出母体から一名ずつ選出された二四名の委員（大臣クラス又は代理）から構成されるが、コードの内容は、国際決済銀行、中央銀行、各国金融当局、地域的組織などの代表、選ばれた学識経験者等との協議を経て策定されたもので法形式的にはソフトな性質である。

コードは、中央銀行の役割・責任や金融政策実施のベストプラクティスを示したもので、中央銀行による恣意的な行動を抑制し、それによって金融の安定に貢献させるのが目的である。コードは、四つの部分で構成されており、第一に、目的・役割の明確化と独立性（当局者の地位の独立も含む）の確保で、<sup>(29)</sup>第二に、金融政策決定事項の説明責任と透明性の確保、第三に、金融政策に関するデータの開示義務が定められており、第四に、中央銀行の公的機関（国会等）への説明責任が義務付けられている。四部すべてが透明性確保に関する内容であり、金融政策分野においては、透明性の確保が金融の安定の第一条件と考えられている。

## (2) 現代の通貨主権の性質とその行使のあり方

ここで問題となるのは、中央銀行による金融政策の決定や実施の権限は、国家の主権に基づくものであって、仮に当該権限が国際金融基準に制約されるのであれば、国家の主権に基づく自由な決定権は失われるのではないかとということである。

これまでの研究によると、通貨主権は純粹に実証的な概念であり、また金融に関する形式的な国家の権能をカタログのように並べただけの静的な概念として分析されてきた。<sup>(30)</sup>この立場からすると、経済のグローバル化・金融統合から生じる国際的な法的・経済的制約により、通貨主権のカタログのうちいずれが守られていずれが失われたのかを議論するだけのものとなってしまう。<sup>(31)</sup>コードによって権限が制約されることは、主権の退廃としてしか見られないことになる。なおこのような問題は、必ずしも金融分野に限ったことではなく、近年様々な分野で議論されている。

これに対して、主権の委譲の根拠をレジームの基本条約等に求める議論がある。欧州中央銀行(ECB)への参加国は、EC基本条約への合意により通貨主権のECBへの移譲を合意しているとみることもでき、I F Aにおいては、I M F加盟国は、通貨・金融に関する主権の制約を合意しているとみることができる。

また通貨主権を静的な概念としてだけでなく、規範的な価値をもった、動的な概念として捉える必要があり、そうすることで目まぐるしく変化する金融状況にも対応できる。<sup>(32)</sup>S Bessonは、主権一般の概念を「本質的に論争的な概念」として理解することによって、規範的な価値をもった動的な概念として明らかにした。<sup>(33)</sup>本質的に論争的な概念とは、規範的な基準を表し、状況においてそのコンセプションや正しい適用に不一致を生じさせることが予定されている概念である。<sup>(34)</sup>例えば、「芸術作品」「民主主義」などの価値的な概念は、記述的な概念と比べて、時代や状況によって概念は変化し、本質的に論争が絶えることがない概念である。<sup>(35)</sup>通貨主権は、国家主権の概念に含まれ、本質的に論争的な概念であるといえ、規範的な価値をもち動的な概念としてみることができ<sup>(36)</sup>る。

では通貨主権の規範的価値とは何か。それは、主権の所在(*locus*)がどこにあるのかに関わっている。<sup>(37)</sup>例えば、通貨主権が国

王の大権とされていた時代であれば、国王に力の所在があり、国王の価値がその価値となる。民主主義国家であれば、国民（主権者）にその所在があることになる。

しかし民主国家の主権者から授權された政府は、その権限を自由に行使できることを意味しない。民主主義国家の授權行為は社会契約であるため、政府は主権者に対して、権限授權の基礎となっている価値の達成に向けて真摯に取組む責任が発生する。<sup>(38)</sup>これらの価値が、そのときの通貨主権の規範的価値を決める。これは政治経済的状況の変化に適応していくという意味で動的なものである。現代において、通貨主権は内在する価値に適した形で行使される必要がある。

### （3）通貨主権の現代的価値

では、現代の通貨主権に内在する価値とはどのようなものであるのか。ブレトンウッズ体制崩壊から、様々な金融危機の経験を経てI F Aが形成されていった意義は、I F Aに参加する国々が「国際金融の安定」という価値の達成を求めていることにあるといえる。そして、金融政策に限らず、「国際金融の安定」に第一に必要なのは透明性の確保である。<sup>(39)</sup>仮に国家がその価値達成へと向かわせないのであれば、国民の通貨主権を侵害しているとみることができ、同時に、政府の当該権限行使に対する正統性も損なわれることになる。<sup>(40)</sup>

確かに、個々の国家で何が金融の安定かの捉え方は異なるかもしれない。しかし、特定の権限の行使により金融の安定を危機にさらすべきではないという共通認識をもっており、国際社会は金融危機の予防（透明性の確保）に合意している。<sup>(41)</sup>IMF協定四条一項はそれを反映しており、そのような共通の認識において、国家はその認識に含まれる価値を協力して達成することが必要である。

### （4）コードの遵守促進の取組み

このコードは、司法的解決制度を備えているわけではないためコードの遵守を促進させる仕組みが重要となる。以下、コードの具体的な実施評価や遵守促進の仕組みがどのようになっているのか検討する。

IMFは、IMF協定第二次改正後から、加盟国が秩序ある為替相場制度を確保し、安定した為替相場制度を促進するための義務を定め、加盟国の義務遵守を監督しIMFの求めがあれば協議をする、バイラテラル・サーベイランス（四条協議）を実施している（一九七七年決定）。その後、IMF理事会は、九〇年代後半の金融危機後の二〇〇七年に、IMF四条協議の対象や手続について定めた「加盟国の政策のバイラテラル・サーベイランス」に関する決定（二〇〇七年決定）を採択した。この決定に基づいて、四条協議は一九七七年決定時の為替相場政策だけでなく、財政金融政策および金融セクター政策が対象となるとされた。<sup>(42)</sup>ここで金融政策もサーベイランスの対象となったのである。

IMF協定四条に定められる義務は、抽象的な表現からなり、条約による義務ではあるものの、極めて穏やかな努力義務である。<sup>(43)</sup>義務違反に対するメンバーシップ制裁は定められてはいるが、現在のところ発動された例はほとんどなく実効的ではない。従って、これらの義務は、法的拘束力がないソフトな義務として運用され、IMFの監視手続を通じて定期的・継続的に履行がモニターされ補完される性質のものである。<sup>(44)</sup>

しかし二〇一八年の対日四条協議において、日本銀行が期待インフレ率を高める明確なフォワードガイダンスを行うことや、さらに強化された金融政策の枠組みの必要性を指摘されており、金融政策の詳細にまで踏み込んで指摘している。指摘は直ちに是正される性質のものではないが、中央銀行は自身の政策の正当性について、金融政策発表時や国際会議の場で国民や市場参加者に説明しなければならない。正当性が市場に認められなかった場合、市場規律が働き当局はレピュテーションの毀損を免れるよう行動することとなり、遵守誘導的な効果がある。

また最近では金融セクター評価プログラム（FSAP）の重要性が高まっている。これは、アジア金融危機後の一九九九年に、FSFのメンバーであるIMFと世界銀行が、加盟国による「一二の国際基準」の国内実施状況を共同で評価するために導入された。FSAPにより国内実施状況を評価し国内実施が不十分であれば、改善するための方策を提示し、基準と規則の遵守に関するレポート（ROSC）がまとめられる。遵守状況は、国際基準が各国共通の価値であるという認識のもと相互で監視される。<sup>(46)</sup>

F S A P・R O S Cは、金融市場が注目しており深刻な指摘があれば、金融株が暴落するなど市場に混乱をもたらすリスクがあり（市場からのレピュテーション）、また制度面の是正を指摘された場合、将来にわたって審査を要求される点で対象国にとって<sup>(47)</sup>は重大である。

F S A Pは発足当初、任意であったが、二〇〇八年の世界金融危機を受けて二〇〇九年に抜本的に見直された。さらに、S C Iが行った二〇一〇年の改革で、F S A Pの報告はI M Fサーベイランスヘフィードバックされることとなり、二〇一一年にはR O S Cを同サーベイランスへ組み入れることが決まった。これによって、是正の法的義務のないF S A P・R O S Cが、義務化され規範的効果を持つことになった。<sup>(48)</sup>二〇一三年までには、日本を含む「システム上重要な金融部門を有する」二九カ国が、五年に一度の審査について義務化された。

以上がコードの実施評価と遵守促進の仕組みであるが、それでは実際に中央銀行がどのようにコードのいう透明性確保の措置を行っているのか、以下で具体的に検討する。

#### 4 中央銀行によるコードの実行

##### （１）政治的透明性（独立性）と政策・データの透明性確保

まずコードの四つの部分からなる透明性確保の要請に対して、具体的に中央銀行がどのような措置を実行しているのかみる。コードの第一部は、中央銀行が政府から独立していることが定められている（コード一）。これは国内立法によって定められることが必要があり、中央銀行総裁や理事の地位の独立も含まれる（コード二）。以下は、九〇年代後半の金融危機前の中央銀行の独立の程度と、その後の比較である。世界金融に最も影響のある、日本・米国・EU・英国の四つの主要先進国の中央銀行を例にする【表一】。

中央銀行	90年代後半の金融危機以前	90年代後半の金融危機以後
日本銀行	大蔵省担当者が日本銀行担当者に指示を出す形で決まる（事実上、「密室」）。政策変更時にコメントは出されるが、決定過程は非公表。	日本銀行法改正（1998年施行）され、中央銀行が政策決定する。独立性を確保。
米連邦準備制度理事会（FRB）	1951年財務省とFRBとの合意により独立性を確保。	
欧州中央銀行（ECB）		1998年発足から独立性確保。
イングランド銀行（BOE）	金融政策の決定は財務省の管轄。	1997年に誕生したブレア政権のブラウン財務相が、BOEに金融政策の決定権を移す大改革を行う（独立性確保）。

【表1】

日本・英国では、九〇年代後半に入っても金融政策は、伝統的に政府の専権事項か、密室により中央銀行と協議の上で決定するという慣例が続いていた<sup>(49)</sup>。九〇年代後半の金融危機を受けて、中央銀行の独立に焦点が当てられ、二国とも独立性を確保していくことになる。米国が戦後から高い独立性を維持していたことは、米国の金融市場での地位や影響力と、金融危機による外部状況の変化も合わさって、他の主要国によって米国の高い独立性をベーストプラクティスとして認識され始めた結果とみることもできる。

次にコードの第二部について、コード②は、中央銀行の政策決定事項（目的や枠組み）やその手段（コード③）は、公開し、かつ説明しなければならぬとしている（説明責任）。また政策について、その目的の達成状況定期的に公開するよう定めている（コード④）。第三部は、データの公開について定めている。中央銀行のデータは、IMFの基準と一致する形で、即時にかつ定期的に公開し、誰もが利用できる状態にしておかなければならないとしている（コード⑤⑥、⑦⑧）。

【表2】の詳細について、まず声明文とは中央銀行の金融政策決定内容の概要や全文を記したものであり、これは中央銀行自身の政策を明確にする意味で説明責任に関するものであるし、それをどの程度公開するか否かで政策の透明性とも関わる。総裁記者会見は、総裁自らが国民ないし市場参加者に向けて政策を説明する場であり、政策の説明責任に関して最も重要なもので

ある。主要先進国の中央銀行総裁の記者会見は通常英語で行われるが、それを文章の形で公開する措置がトランスクリプトの公開である。記者会見の内容をわかりやすくし、自国だけでなく全世界の市場参加者に対する説明責任を補完するものである。議事録は、金融政策決定会合での議事を記したものである。声明文よりも詳細に政策決定過程を公開することで、政策の透明性に貢献するものである。要旨だけを公表するのか、全文を公表するのかで透明性確保に向けた取組みの程度がわかる。

四中央銀行とも九〇年代後半の金融危機を受けて、コード第二・第三部に該当する措置を大幅に実行している。【表2】の(2)の各中央銀行の措置は、九〇年代後半の金融危機以前には見られなかった。同金融危機を受けて、導入され始めたものが(2)の措置である。そして二〇〇八年以降は、世界金融危機を受けて国際社会が国際金融の安定確保に一層動き出した時期でもあった。【表2】の(3)の措置では、(2)の措置よりさらに政策やデータの公開性が高くなり、説明責任の場を多く確保するようになった。四中央銀行とも、政策・データの公開の方法や、政策説明の場の回数(記者会見の回数)などが一致しているのがわかる。<sup>(50)</sup>

これらの措置は、中央銀行が市場参加者との円滑なコミュニケーションを取ることで透明性を高め、安定的な金融政策へとつなげることを目的としている。<sup>(51)</sup>市場との対話によって透明性を高めることをコミュニケーション戦略と呼ぶが、現在金融政策の透明性をいかにして確保するのかがという命題は、市場とのコミュニケーションをどのように取るのかという方法で模索されている。時間軸政策やフォワードガイダンスも同じくコミュニケーション戦略であり、<sup>(52)</sup>これらの政策は各中央銀行とも一様に採用しており、国際的な透明性確保のコンセンサスがあると考えられる。

## (2) 国際フォーラムにおけるコミュニケーション

近年、国際的なフォーラム(会議、シンポジウム、討論会等)におけるコミュニケーションが注目を集めている。<sup>(53)</sup>金融に関する議論を行う国際フォーラムにおいて、中央銀行総裁等を含むハイレベルな中央銀行スタッフが出席し、自身の政策説明や今後取ろうと考えている政策の示唆を行うことで、世界の市場参加者に向けて、より明確に政策意図を発信しようというものである。この



(1) 中央銀行	(2) 90 年代後半の金融危機を受けての措置	(3) 世界金融危機（2008 年）を受けて現在までの措置
日本銀行	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 声明文：政策金利が変更されるときのみコメントのみ公表。</li> <li>・ 総裁記者会見：月 1 回。</li> <li>・ 会見のトランスクリプト：要旨のみ公表。</li> <li>・ 議事録：要旨のみ公表（1 ヶ月後）。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 声明文：公表。</li> <li>・ 総裁記者会見：年 8 回。</li> <li>・ 動画配信：あり。</li> <li>・ 会見のトランスクリプト：要旨のみ公表。</li> <li>・ 議事録：要旨公表（1 ヶ月後）、全文公表（10 年後）</li> </ul>
米連邦準備制度理事会（FRB、金融政策の決定は FOMC）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 声明文：公表。</li> <li>・ 議長記者会見：なし。</li> <li>・ 議事録：要旨公表（3 週間後）。全文公表（5 年後）。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 声明文：公表。</li> <li>・ 議長記者会見：年 8 回。</li> <li>・ 動画配信：あり。</li> <li>・ 会見のトランスクリプト：全文公表。</li> <li>・ 議事録：要旨公表（3 週間後）、全文公表（5 年後）。ドットプロット：公表<sup>(54)</sup>。</li> </ul>
欧州中央銀行（ECB）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 声明文：公表なし。</li> <li>・ 総裁記者会見：年 8 回。</li> <li>・ 動画配信：あり。</li> <li>・ 会見のトランスクリプト：全文即日公表。</li> <li>・ 議事録：公表なし。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 声明文：公表。</li> <li>・ 総裁記者会見：年 8 回。</li> <li>・ 動画配信：あり。</li> <li>・ 会見のトランスクリプト：全文即日公表。</li> <li>・ 議事録：全文公表（1 ヶ月後）</li> </ul>
イングランド銀行（BOE）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 声明文：政策金利が変更されるときのみコメントのみ公表。</li> <li>・ 総裁記者会見：インフレーションリポートが公表される会合のみ（年 4 回）。</li> <li>・ 動画配信：あり。</li> <li>・ 議事録：要旨のみ公表（2 週間後）。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 声明文：公表。</li> <li>・ 総裁記者会見：年 8 回。</li> <li>・ 動画配信：あり。</li> <li>・ 議事録：要旨公表（2 週間後）、全文公表（1 ヶ月後）。</li> </ul>

【表 2】

フォーラム名	International Research Forum	Joint ECB & Fed conference	中央銀行コミュニケーション会議	ジャクソンホール会議
開催年度	2002 年-2012 年	2012 年	2017 年	1982 年-2019 年現在
目的	金融政策と関連する技術的・経験的なマクロ経済問題の積極的な議論を促進する。	ECB・FRBの金融当局者や学者、専門家によるマクロ経済に関する幅広い議論を促進すること。	中央銀行が発するメッセージが政策の効果と評判にどのような影響を与えるかについてパネル討論会。	主要国の中央銀行幹部らが参加して経済政策を討議する。テーマは毎回異なり、2018 年は「変化する市場構造と金融政策への影響」。
参加者・報告者	ECB・FRBの当局者、学者、専門家。	EU 各国の中央銀行総裁、米連銀総裁 (FOMC メンバー) など。	ドラギ総裁 (ECB)、カーニー総裁 (BOE)、黒田総裁 (日本銀行)、イエレン議長 (FRB)。	ドラギ総裁、カーニー総裁、黒田総裁、イエレン議長。

【表3】

ような国際フォーラムにおけるコミュニケーションは、中央銀行が市場参加者に向け説明責任を果たし、以て政策の透明性を確保する効果がある。

【表3】は、主な国際フォーラム（会議）の一覧とその内容である。二〇一七年の中央銀行コミュニケーション会議は、ECB主催で開催され、各中央銀行の政策の伝え方について説明をしたものだが、主要中央銀行の総裁が出席したことでコミュニケーションとして重要である。

ジャクソンホール会議は、長い歴史を持つが二〇〇八年の世界金融危機以降、コミュニケーションの場として一層重要性を増している。二〇一〇年の会議では、FRBバーナンキ議長が量的緩和政策を示唆しその後に導入された。二〇一四年の会議でも、ECBドラギ総裁が金融緩和政策を示唆しその後に導入された。また、二〇一六年の会議では、FRBイエレン議長が早期利上げを示唆しその後実施している。

このように政策を実施する前に、国際フォーラムにおいて将来実施しようとする政策を示唆しあるいは説明をしてその後実施するコミュニケーションが行われている。これは市場参加者の動揺を減らし政策の透明性確保に貢献している。中央銀行

が政策決定時に、新たな政策を突然公表することは、市場の動揺が大きくなり安定を損なう恐れがあるからである。コミュニケーションによって、市場参加者の政策内容に関する予測可能性は担保され、市場の動揺を抑えることにつながる。<sup>(55)</sup>このようなコミュニケーションをとるフォーラムは、世界金融危機以降、慣行的に開催されている【表3】。

## 5 おわりに

以上見てきたように、I F Aにおいて、中央銀行の金融政策に対する規律は、ベストプラクティスを基にした国際基準の設定によって行われている。当該基準は、法形式的にはソフトな性質であるが、その内容は具体的であり規範的である。I F Aで策定される基準、ガイドライン、その他取極めは、それらほとんどがいわゆるソフトな合意から成っている。しかし、ソフトローとハードローを区分することで、金融秩序の実効性を確保できるわけではなく、何が最適な規範かという視点で、ソフトローとハードローはひとつのスペクトラムとして考えていくことが重要である。

他方で、問題点としてソフトな合意も、恣意的な離脱がなされる場合は、デメリットとなりうるし、また遵守促進について、F S A Pに情報を提供するの当局自身であり、その情報が正確なものなのか否かはミッション側は判断できない。当局が情報収集するに当たっては多額の費用を必要とするため政治的決定にも左右されてしまう。またF S A P・R O S Cの公表の決定は、(一部を除く)被査察国に決定権があるため、あえて自国のネガティブな情報を公開しようとする国は少ない。<sup>(36)</sup>今後これらの課題にどのように対処できるかによってI F Aにおける規律の実効性は変わってくるだろう。

また実際に中央銀行は、透明性確保の様々な努力を行っている。これらの措置は、金融危機を経験することに強化されてきた。確かに、中央銀行がコードに示された「規範」の内容を受け、直接的に政策実施によって具体化したという関係にはないかもしれない。しかし各中央銀行が実行した措置として挙げた例は、コードの要請した趣旨に即した結果となっているとみることができ

る。このことから措置を実行するにあたって、命令と実行が直接の因果関係に至らなくても、様々な遵守圧力により帰結すべき目標へと誘導されているのではないかと推量でき、残った実証については今後の課題とする。

- (1) Barry Eichengreen, *Toward a new international financial architecture: a practical post-Asia agenda* (Peterson Institute for International Economics, 1999) の中び、早くから国際金融マーケットチャーにこころを注いでいる。
- (2) IMF Factsheet: Reforming the International Financial Architecture—Progress Through 2000 By IMF Staff (2001).
- (3) Andrew Crockett, "Lessons from the Asian Crisis" in Joseph R. Bisignano, William C. Hunter, and George C. Kaufman (eds), *Global Financial Crisis: Lessons from Recent Events* (Kluwer Academic Pub, Nowwell MA 2000) p. 7.
- (4) Christian Tietje, "The International Financial Architecture as a Legal Order," *German Yearbook of International Law* vol 54 (2011) p. 12.
- (5) これまでのG20の声明はもちろん、直近の二〇一九年六月二八・二九日のG20大阪サミットの声明でも繰り返し述べられている。このように国際金融の安定とは、具体的には、国際金融システムの安定（信用秩序の維持）を図ることが主要目的である、国際金融システムの安定には、金融仲介機能や決済機能の担い手である金融機関が、これらの機能の遂行に伴うリスクを適切に管理し、安定的に経営を行うことが重要であり（日銀HP）、これらのリスクを予防することによって、金融危機につながるリスクを排除し、安定した金融システム環境を維持することによって世界経済を円滑にすることを目的としている。
- (6) 神田真人『金融規制とコーポレートガバナンスのフロンティア』（財経詳報社、二〇一八年）vii頁。
- (7) 同上書、二六頁。
- (8) Mario Giovanoli, "The Reform Of The International Financial Architecture After The Global Crisis," *New York University Journal of international law & politics* 42 (2009), p. 100.
- (9) 日本銀行ホームページ。<<https://www.boj.or.jp/finsys/outline/index.htm>> accessed on 31 July 2019.
- (10) Claus D. Zimmermann, *A Contemporary Concept of Monetary Sovereignty* (Oxford UP, 2013) p. 201.
- (11) Chris Brummer, *Soft Law And The Global Financial System—Rule Making In The 21st Century 2nd Ed* (Cambridge UP, 2015) p. 122.
- (12) *Ibid.* p. 121.
- (13) Abram Chayes and Antonia Handler Chayes, *The New Sovereignty* (Harvard UP, 1995) p. 113. 邦語訳に宮野洋一監訳『国際法遵守の管理モデル—新しい主権のありかた—』（中央大学出版部、二〇一八年）二〇八頁。
- (14) *Ibid.* p. 123.

- (15) Brummer, *supra* note 11, p. 181.
- (16) Andrew T. Guzman, "How international law works: A rational choice theory" (2008) p. 38; Rachel Brewster, "Reputation in International Relations and International Law Theory," in Jeffrey L. Dunoff and Mark A. Pollack (eds) *Interdisciplinary Perspectives on International Law and International Relations – The State of the Art* (Cambridge UP, 2013) p. 527.
- (17) Brummer, *supra* note 11, p. 127.
- (18) *Ibid.* p. 128.
- (19) *Ibid.* p. 129.
- (20) *Ibid.* p. 145.
- (21) *Ibid.* p. 146.
- (22) *Ibid.* p. 148.
- (23) Daniel K. Tarullo, *Banking on Basel: The future of international financial regulation* (Peterson Inst for Intl Economics, 2008) p. 142.
- (24) Brummer, *supra* note 11, p. 150.
- (25) Brummer, *supra* note 11, p. 150.
- (26) 上川孝夫・藤田誠「『現代国際金融論（第四版）』（有斐閣、二〇一二年）二八九頁。
- (27) Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies: Declaration of Principles by IMF, <<https://www.imf.org/external/np/mae/mtf/code/index.htm>> accessed on 31 July 2019.
- (28) IMF and FSF joint letter from Dominique Strauss-Kahn, IMF Managing Director, and Mario Draghi, FSF Chairman, to G-20 Ministers and Governors (13 November 2008).
- (29) Geraats 44' 独立性は政治的透明性に分類され、透明性の「いびき」をいふこと。Petra M. Geraats, "Central Bank Transparency," *The Economic Journal*, Vol. 112 (2002) pp. 532.
- (30) Tullio Treves, "Monetary Sovereignty Today" in Mario Giovanni (ed), *International Monetary Law: Issues for the New Millennium* (Oxford UP, 2000); Rosa M Lastra, *Legal Foundations of International Monetary Stability* (Oxford UP, 2006).
- (31) Zimmermann, *supra* note 10, p. 8.
- (32) *Ibid.* p. 19, なお「動的」「静的」とは、通貨主権に含まれる価値が、状況に応じて変化するものか否かという意味である。
- (33) Samantha Besson, "Sovereignty in Conflict," *European Integration online Papers*, <<http://eiop.or.at/eiop/pdf/2004-015.pdf>> accessed 31 July 2019, pp. 7–16.

- (34) *Ibid.* p. 6-7.
- (35) このような具体例は、Walter Bryce Gallie, *Philosophy and the Historical Understanding* (Schocken Books, 1964) において横断的に紹介されている<sup>28)</sup>。
- (36) Zimmermann, *supra* note 10, p. 20.
- (37) *Ibid.* p. 22.
- (38) *Ibid.* p. 23.
- (39) *Ibid.* p. 196.
- (40) *Ibid.* p. 23.
- (41) *Ibid.* p. 29.
- (42) 中川淳司・清水章雄『国際経済法（第二版）』（有斐閣、二〇二二年）三九〇頁。
- (43) 同上書、三八七頁。
- (44) 同上書、三八八頁。
- (45) 柏瀬健一郎、服部孝洋、千田正儀「IMFの対日四条協議」について『シリーズ日本経済を考える』（財務総合政策研究所、二〇一九年）五七頁。
- (46) 上川・藤田、前掲書、二九〇頁。
- (47) 神田、上掲書、四九頁。
- (48) Zimmermann, *supra* note 10, p. 219.
- (49) 翁邦雄『金融政策のフロンティア―国際的潮流と非伝統的政策』（日本評論社、二〇一三年）三〇頁。
- (50) 鈴木将覚「中央銀行の透明性を巡る論点整理―日本銀行のコミュニケーション戦略の評価に向けて―」『みずほ総研論集』（二〇〇六年）二〇頁。
- (51) 米当局の事実上の金融政策見直しになっているため市場に与える影響は大きい。
- (52) 鈴木、上掲論文、一九頁。
- (53) 翁、前掲書、三一頁。
- (54) Bloomberg「日米欧英の中央銀行トップ、フランクフルトに集う――― 一日にパネル討論会」（二〇一七年十一月一日）。<<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2017-11-14/OZELIO6S973F01>> accessed on 31 July 2019.
- (55) 注(54) 前掲記事（二〇一七年十一月一日）「ゴールドマンサックスは、このようなコミュニケーションは中央銀行が大方において市場の

混乱を回避していると評価している。」

(56) Brunner, *supra* note 11, p. 166.

(本学大学院法学研究科博士課程後期課程在籍)